

MBA EXECUTIVO EM FINANÇAS

**TRABALHO FINAL DE CONCLUSÃO DO
CURSO DE MBA EM FINANÇAS**

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

CCR

ÉRIKA CRUZ VICENTE RODRIGUES

Orientador: Prof. Luiz Ozorio

Rio de Janeiro, 12 de outubro de 2014.

Érika Cruz Vicente Rodrigues

AValiação de Empresas: Caso CCR

Trabalho Final apresentado ao Curso de MBA em Finanças
do Ibmec Business School como parte dos requisitos para
atendimento da resolução nº 1 do Conselho Nacional de
Educação, de 08 de junho de 2007.

Orientador: Prof. Luiz Ozorio

Aprovado em ____/____/____

Parecer do Prof. _____

Rio de Janeiro (RJ)
outubro / 2014

RESUMO

Valuation é o termo em inglês para o método utilizado para determinar o preço justo a ser pago por um ativo. Existem três métodos mais conhecidos para avaliação: a avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado, avaliação relativa e avaliação por direitos contingentes (opções reais). Este trabalho é baseado na avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado na análise da empresa CCR, uma das maiores empresas de concessão de infraestrutura do mundo. Após analisar os demonstrativos financeiros da companhia e, efetuar uma análise do panorama do setor de exploração de rodovias, serão realizadas projeções do fluxo de caixa e, com base nestas projeções iremos elaborar a avaliação da empresa CCR visando precificar o valor justo para a empresa.

ABSTRACT

Valuation is the word in english for the method used to determine the fair price to be paid for an asset. There are three methods most popular assessment: the assessment by the method of discounted cash flow, evaluation and assessment by rights quotas (real options). This work is based on the assessment by the method of discounted cash flow analysis of the company CCR, one of the largest companies to grant infrastructure of the world. After reviewing the financial statements of the company and perform an analysis of the industry landscape exploitation of highways, shall be carried out projections of cash flow and, with basenestas projections we will draw up the valuation of the company CCR aiming at establishing the fair value for the company.

SUMÁRIO

RESUMO	III
LISTA DE FIGURAS	VI
LISTA DE TABELAS	VII
INTRODUÇÃO	1
1. EMPRESA	2
2. ANÁLISE DOS DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS	6
3. AMBIENTE DE NEGÓCIOS	9
4. PREMISSAS	18
5. AVALIAÇÃO DA EMPRESA	21
6. CONCLUSÃO	21
REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA	23

LISTA DE FIGURAS

<u>Figura 1 – Estrutura Societária CCR.....</u>	<u>3</u>
<u>Figura 2 – Indicadores de transportes – ABDER.....</u>	<u>14</u>
<u>Figura 3 – Perspectivas para a matriz de transporte – SPNT/MT.....</u>	<u>15</u>
<u>Figura 4 – Investimentos em infraestrutura com parcerias com setor privado.....</u>	<u>16</u>
<u>Figura 5 – Novo patamar de investimentos em rodovias.....</u>	<u>17</u>
<u>Figura 6 – Comparativo com análises de mercado.....</u>	<u>21</u>

LISTA DE TABELAS

<u>Tabela 1 – Concessões da CCR.....</u>	<u>6</u>
<u>Tabela 2 – Índices Econômicos da CCR.....</u>	<u>7</u>
<u>Tabela 3 – Índices Financeiros da CCR.....</u>	<u>8</u>
<u>Tabela 4 – Índices de endividamento e risco de inadimplência da CCR.....</u>	<u>8</u>
<u>Tabela 5 – Previsão de crescimento – OCDE.....</u>	<u>9</u>
<u>Tabela 6 – Média do crescimento da receita.....</u>	<u>19</u>
<u>Tabela 7 – Projeção para o PIB.....</u>	<u>19</u>
<u>Tabela 8 – Projeção de crescimento da receita.....</u>	<u>19</u>

INTRODUÇÃO

A concessão de rodovias à iniciativa privada teve início na década de 90 como alternativa à falta de recursos federais para investimentos na malha rodoviária. Esse modelo baseia-se na obtenção de recursos por meio da cobrança de pedágio para a recuperação e desenvolvimento da malha rodoviária brasileira possibilitando aos governos destinar recursos a atividades essenciais ao bem-estar da população, como investimentos em saúde e saneamento básico.

A CCR é a maior empresa brasileira de concessões, administrando 3,3 mil km de rodovias, uma linha de metrô (vai iniciar a construção de outra) e três aeroportos no exterior, além de outros negócios correlatos.

O Governo Federal, por meio do Ministério da Fazenda, divulgou que somente em 2013 foram contratados R\$ 80,3 bilhões de investimentos em concessões de rodovias, aeroportos, terminais portuários de uso privado, blocos de petróleo e gás natural e geração e transmissão de energia elétrica.

Este trabalho foi formatado em 6(seis) capítulos, conforme descrito a seguir: no capítulo 1 será apresentada a empresa CCR com sua atuação, formação e estrutura; no capítulo 2 serão analisadas as demonstrações financeiras da companhia por meio da análise econômica, financeira e de endividamento; no capítulo 3 será analisado o ambiente de negócios em que a companhia está inserida; no capítulo 4 serão apresentadas as premissas utilizadas na avaliação, no capítulo 5 serão apresentados os resultados obtidos, no capítulo 6 será realizada a conclusão do trabalho e por fim apresentada a biografia utilizada na elaboração e, os anexos.

1. EMPRESA

O Grupo CCR é uma das maiores empresas de concessão de infraestrutura do mundo, com atuação nos segmentos de concessão de rodovias, mobilidade urbana e serviços.

É responsável por 3.284 quilômetros de rodovias da malha concedida nacional, nos Estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Mato Grosso do Sul e Paraná. A companhia atua no segmento de transporte de passageiros através das concessionárias ViaQuatro, CCR Barcas e CCR Metrô Bahia, responsáveis, respectivamente, pela operação da Linha 4-Amarela do metrô de São Paulo, pelo transporte aquaviário de passageiros no Rio de Janeiro e pelo sistema metroviário de Salvador e Lauro de Freitas, além de ter participação na concessão do VLT Carioca (Veículo Leve sobre Trilhos), que interligará a região portuária e o centro do Rio de Janeiro.

O Grupo ingressou, em 2012, no setor aeroportuário, com a aquisição de participação acionária nas concessionárias dos aeroportos internacionais de Quito (Equador), San Jose (Costa Rica) e Curaçao. No Brasil, possui a concessionária BH Airport responsável pela administração do Aeroporto Internacional de Belo Horizonte, em Confins, Minas Gerais.

A CCR foi criada a partir da unificação de ações detidas por grandes grupos nacionais. A companhia abriu seu capital em 2000 e realizou emissão primária de ações em 2002, quando foi a primeira companhia a aderir ao Novo Mercado da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa).

Hoje, a CCR integra os mais importantes índices do mercado acionário brasileiro: o IBRX-50 (que lista as 50 ações com maior liquidez da bolsa), o índice de ações com Tag Along, o Índice de Governança Corporativa (IGC), O Índice de Sustentabilidade

Empresarial (ISE) e o Ibovespa. A CCR também ingressou no Índice Carbono Eficiente (ICO²), criado em 2010 e que tem como objetivo listar as empresas que adotam práticas transparentes em relação a suas emissões de gases efeito estufa (GEE).

1.1 Composição Acionária

A atual distribuição do Capital Social da CCR é:



Figura 1- Composição Acionária – Site CCR

AGConcessões - A AGConcessões é uma empresa controlada pelo Grupo Andrade Gutierrez, que atua em investimentos relacionados à concessão de serviços públicos de infraestrutura, envolvendo a participação em outras sociedades. As principais áreas de atuação são: rodovias, energia, aeroportos, saneamento básico e transporte metro ferroviário. Além da Andrade Gutierrez, participa do capital da AGConcessões, com 14,85%, a International Finance Corporation, braço financeiro do Banco Mundial. O Grupo Andrade Gutierrez também atua em outras duas áreas de negócios: (i) construção pesada, por meio da Construtora Andrade Gutierrez e da Zagope Construções e Engenharia S/A; e (ii) telecomunicações, por meio da Andrade Gutierrez Telecomunicações Ltda.

Camargo Corrêa Investimentos em Infraestrutura S.A. - Camargo Corrêa Investimentos em Infraestrutura desenvolve negócios e administra as participações do Grupo Camargo Corrêa no setor de infraestrutura. Na estrutura de negócios do Grupo, além de Concessões Rodoviárias, destacam-se os negócios de Cimento, Construção, Concessões de Energia; somam-se empreendimentos importantes nos segmentos de Calçados, Concessão Ferroviária, Meio Ambiente e Siderurgia; e investimentos e participações substanciais nos setores de Incorporação Imobiliária, Construção Naval e Operações Aeroportuárias.

Soares Penido - A Soares Penido é uma holding do Grupo Soares Penido voltada para a participação em sociedades que, explorem, direta ou indiretamente, negócios de concessão de obras e serviços públicos, especificamente a prestação de serviços de execução, gestão e fiscalização de atividades relacionadas à operação, conservação, melhoramento, ampliação e recuperação de rodovias ou estradas de rodagem e negócios afins.

1.2 Concessões

O Grupo CCR atua no setor de concessões de rodovias, vias urbanas, pontes e túneis, além do setor de infraestrutura metroviária, aeroportuária e outras atividades que estejam ligadas a essas, bem como participação em outras sociedades.

Com o objetivo de expandir sua área de atuação, a CCR pretende concorrer em novas concessões rodoviárias, por meio de licitações e Parcerias Público-Privadas (PPP) dos

Governos Federal, Estaduais e Municipais, assim como aquisições de outras concessionárias existentes. É também parte integrante de sua estratégia buscar novas oportunidades no mercado internacional, assim como concessões metroviárias, relacionadas à mobilidade e conveniência urbanas e aeroportuárias. A aproximação das Olimpíadas de 2016 demandará do Brasil infraestrutura e um sistema organizado de transporte urbano e rodoviário, também há boas perspectivas de negócios, obras e licitações, como a implantação de metrô, trens e VLT.

Segundo a Empresa de Planejamento e Logística (EPL), grandes programas de infraestrutura foram anunciados ao longo dos últimos dois anos. O valor dos investimentos envolvidos nesses programas será próximo de R\$ 470 bilhões nos próximos anos, sem mencionar as grandes obras de infraestrutura urbana necessárias para as Olimpíadas de 2016. Esse montante é composto da seguinte forma: (i) R\$ 242,0 bilhões no setor de logística (que inclui rodovias, ferrovias, portos, trem de alta velocidade e aeroportos); (ii) R\$ 148,1 bilhões no setor de energia elétrica; e (iii) R\$ 80,0 bilhões em petróleo e energia.

As concessões do Grupo CCR consistem na exploração de projetos de infraestrutura mediante arrecadação de tarifas e, receitas provenientes da exploração dos bens concedidos, tais como as das faixas de domínio e de áreas comerciais. As concessionárias são responsáveis por construir, reparar, ampliar, conservar, manter e operar a infraestrutura concedida, na forma dos respectivos contratos de concessão. Os Poderes Concedentes transferiram às concessionárias os imóveis e demais bens que estavam em seu poder na assinatura dos contratos de concessão, sendo responsabilidade

destas zelar pela integridade dos bens que lhes foram concedidos, além de fazer novos investimentos na construção ou melhorias da infraestrutura.

A tabela seguinte contém informações resumidas relativas às concessões rodoviárias:

Tabela 1 – Concessões da CCR – Site CCR



Concessão de Rodovias		Mobilidade Urbana		Empresas de Serviço		Aeroportos	
Empresa	Participação	Empresa	Participação	Empresa	Participação	Empresa	Participação
CCR Ponte	100%	ViaQuatro	58%	Actua	100%	Quito	45,5%
CCR NovaDutra	100%	CCR Barcas	80%	Engelog	100%	San José	48,8%
CCR ViaLagos	100%	VLT Carioca	24,43%	Engelogtec	100%	Curaçao	79,8%
CCR RodoNorte	86%	Metrô de Salvador	100%	SAMM	100%	BH Airport	38,25%
CCR AutoBAn	100%			STP	34,24%		
CCR ViaOeste	100%						
CCR RodoAnel	98,6%						
Renovias	40%						
CCR SPVias	100%						
ViaRio	33,33%						
MSVia (BR-163/MS)	100%						

2. ANÁLISE DOS DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS

2.1 Situação Econômica

A CCR mostrou queda de margens no período de 2009 e 2010 e uma recuperação nos períodos de 2011 a 2013. Quanto à rentabilidade, observamos uma queda no ROCI, que passou de aproximadamente 15,51% em 2008 para 10,9% em 2010, porém uma recuperação que atingiu 14,46% em 2013. O ROA e o ROE também mostraram quedas nos mesmos períodos, porém podemos observar uma melhor recuperação dos dois índices em 2013, inclusive superando os valores de 2008.

Tabela 2 - Índices Econômicos da CCR

Análise Econômica	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Crescimento das receitas		39,63%	21,99%	10,24%	-0,21%	17,43%
Margem Bruta	61,29%	49,05%	47,29%	55,55%	56,42%	53,37%
Margem Líquida	26,10%	18,56%	14,42%	17,52%	21,28%	21,58%
Margem EBIT	50,03%	40,14%	36,53%	44,35%	45,25%	44,41%
Margem EBITDA	63,34%	50,23%	43,39%	52,82%	54,08%	57,94%
Giro do Ativo Permanente	59,89%	72,02%	59,91%	68,96%	62,98%	69,22%
Giro do Capital Investido	47,82%	45,54%	47,27%	52,73%	47,53%	50,48%
Giro do Ativo Total	37,13%	36,74%	36,48%	44,28%	40,31%	42,87%
ROCI	15,51%	11,96%	10,90%	15,73%	14,11%	14,46%
ROE	35,77%	21,19%	21,39%	27,98%	32,42%	37,24%
ROA	12,04%	9,65%	8,41%	13,21%	11,97%	12,28%
Depreciação/ Ativo Permanente	7,75%	4,48%	4,11%	5,84%	5,56%	6,50%
Alíquota de Imposto	35,17%	34,59%	36,88%	32,75%	34,39%	35,51%

2.2 Situação Financeira

Quanto à análise financeira, podemos perceber uma queda nos índices de liquidez da empresa no decorrer dos anos analisados. No ano de 2009 houve um aumento nos índices de Liquidez Corrente, Seca e Imediata que se destacou ao compararmos com os outros anos. Esse aumento ocorreu devido ao saldo na conta de disponibilidades que teve um aumento de mais de 100% em 2009. Já a partir de 2010 os índices de liquidez apresentam recuperação, mas ainda pouco abaixo que os valores de 2008.

Observamos um ciclo operacional com pouca variação, mas uma leve redução em 2013 em relação a 2008, em função da redução do prazo médio de recebimento. Como a CCR não apresenta prazo médio dos estoques, o ciclo operacional é influenciado apenas pelo prazo médio de recebimento. No ciclo financeiro houve piora devido à redução no prazo médio de pagamento em 2009 a 2013. O crescimento nos prazos médios de recebimentos (que passou de 15 dias para 18 dias, no período de 2008 a 2013) e redução no prazo médio de pagamentos (que passou de 54 dias para 24 dias, no período de 2008 a 2013), piorou o ciclo financeiro de 31 para 4 dias, porém manteve-se negativo. Por

conta disso a empresa apresenta necessidade de capital de giro negativa em todos os anos analisados.

Tabela 3 - Índices Financeiros da CCR

Análise Financeira	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Liquidez Corrente	60,91%	143,33%	56,60%	43,86%	33,86%	54,54%
Liquidez Seca	54,89%	134,41%	49,00%	37,30%	27,05%	48,06%
Liquidez Imediata	46,84%	121,06%	38,75%	25,68%	18,09%	37,82%
Disponibilidade/AC	76,91%	84,47%	68,47%	58,56%	53,43%	69,36%
Necessidade de Capital de Giro/ Receita Líqui	-5,32%	-9,85%	-14,02%	-5,95%	-3,66%	-4,01%
Necessidade de Capital de Giro/ Receita Líqui	-5,32	-9,85	-14,02	-5,95	-3,66	-4,01
PMR	23,51	22,05	24,09	21,46	20,81	20,50
PME	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PMP	54,29	42,45	46,77	25,35	25,61	24,37
Ciclo Operacional	23,51	22,05	24,09	21,46	20,81	20,50
Ciclo Financeiro	-30,78	-20,39	-22,68	-3,89	-4,79	-3,87

2.3 Endividamento e Risco de Inadimplência

Com relação à questão de endividamento da empresa, verificamos que a empresa reduziu sua alavancagem financeira em 2009, saindo de uma relação D/E de 1,87 para 1,51. Em 2012 essa relação voltou a crescer atingindo 2,42 em 2013, ultrapassando, no entanto, os índices obtidos no período de 2008 e 2012. Em 2013 o EBIT representou 4,22 os juros pagos, o que mostra que a empresa está em boa saúde financeira, permitindo honrar seus compromissos financeiros.

Tabela 4 - Índices de Endividamento e Risco de Inadimplência da CCR

Endividamento e Risco de Inadimplência	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Relação D/E	1,87	1,51	2,14	2,03	2,21	2,42
Relação D/(D+E)	0,65	0,60	0,68	0,67	0,69	0,71
EBIT/Juros	5,41	3,53	2,71	2,47	3,66	4,22
EBITDA/Juros	6,85	4,42	3,22	2,94	4,37	5,51
EBITDA/Dívida	0,47	0,38	0,30	0,42	0,37	0,41

3. AMBIENTE DE NEGÓCIOS

3.1 Análise Macroeconômica

A economia mundial ainda não superou completamente a crise que sobreveio em 2008. Mas conforme o relatório de Estabilidade Financeira do Bacen, há expectativa de atividade global mais intensa no médio prazo.

Observa-se um crescimento moderado de inflação nos Estados Unidos e uma recuperação lenta no Japão e na Europa. No entanto, a OCDE, em setembro, declarou preocupante o fraco crescimento na zona do Euro.

“A recuperação nos Estados Unidos é sólida, o crescimento está em andamento no Japão e na China, e na Índia se reforça após o recente acesso de debilidade. No entanto, o crescimento na Eurozona parece condenado a continuar sendo fraco no curto prazo, e o Brasil sairá lentamente da recessão”, julga a OCDE.

Em relação ao crescimento brasileiro a OCDE diminuiu em 1,5 pontos sua previsão de crescimento para este ano, que se situa em 0,3% do PIB. Para 2015 a correção foi de 0,8 ponto em baixa, a 1,4%.

Tabela 5 – Previsão de crescimento - OCDE

GDP growth Per cent							
	2013	2014			2015		
	Actual	May 2014 Economic Outlook	September Interim Forecasts	difference	May 2014 Economic Outlook	September Interim Forecasts	difference
United States	2.2	2.6	2.1	-0.5	3.5	3.1	-0.4
Euro area	-0.4	1.2	0.8	-0.4	1.7	1.1	-0.6
Japan	1.6	1.2	0.9	-0.3	1.2	1.1	-0.1
Germany	0.2	1.9	1.5	-0.4	2.1	1.5	-0.6
France	0.4	0.9	0.4	-0.5	1.5	1.0	-0.5
Italy	-1.8	0.5	-0.4	-0.9	1.1	0.1	-1.0
United Kingdom	1.8	3.2	3.1	-0.1	2.7	2.8	+0.1
Canada	2.0	2.5	2.3	-0.2	2.7	2.7	0.0
China	7.7	7.4	7.4	0.0	7.3	7.3	0.0
India	4.7	4.9	5.7	+0.8	5.9	5.9	0.0
Brazil	2.5	1.8	0.3	-1.5	2.2	1.4	-0.8

3.2 Câmbio

Até o final de janeiro, a taxa de câmbio permaneceu a tendência de alta que havia começado em 2012, mas reverteu o movimento a partir de fevereiro. Desde então, a volatilidade das taxas retomou a trajetória de queda. A expectativa com a redução dos estímulos monetários pelo Fed havia gerado realocação de portfólio nos mercados internacionais num movimento de flight to quality, afetando, nesse caso, os países emergentes. A partir de fevereiro, o Fed sinalizou que a redução dos estímulos monetários seria mais suave, ocasionando a redução da divisa norte-americana ante o real, em razão do decorrente aumento do fluxo de recursos para o país.

No início de junho, a expectativa de descontinuidade do programa de leilões de swap cambial gerou pressão nas cotações, que apresentaram tendência de alta. Entretanto, em junho, o BACEN anunciou a manutenção da taxa de juros com o objetivo de prover proteção cambial aos agentes econômicos e proporcionar liquidez ao mercado de câmbio. Ao final do semestre, houve diminuição da volatilidade da cotação do real frente à moeda norte-americana.

Em setembro, por conta da divulgação de índices europeus não satisfatórios e a incerteza no cenário eleitoral, o dólar demonstra uma tendência de alta, tendo em vista que em agosto fechou em R\$2,24/US\$ e até 26/09/2014, já havia atingido R\$ 2,43/US\$, havendo inclusive intervenção do Banco Central.

Conforme o Boletim Focus, a previsão do dólar para 2014, é de R\$ 2,34/US\$ e para 2015 é de R\$ 2,45/US\$.

3.3 Taxa de juros

Iniciado em Abril/2013, o ciclo de nove altas dos juros levou a Selic de 7,25% para 11% em Abril/2014, onde permanece até setembro/2014. Toda a alta está bastante influenciada pela tentativa do governo de controlar o aquecimento da demanda (corroborada pelo aumento do crédito e pela valorização do real frente ao dólar nos anos anteriores). Conforme relatório Focus, a expectativa é de manutenção da Selic em 11% para 2014 e 11,25% para 2015.

3.4 Inflação

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

Índice de periodicidade mensal calculado pelo IBGE. O período de coleta estende-se entre os dias 1 e 30 do mês de referência e mede o consumo das famílias com rendimentos mensais entre 1 e 40 salários mínimos com qualquer fonte de rendimento em sua ocupação principal e residentes das áreas urbanas. O índice mede a variação dos custos dos gastos destas famílias, dando ponderações diferentes para cada grupo*. Desde 2000 o IBGE calcula também o IPCA-15, que funciona como uma boa prévia sobre como será o índice fechado do mês. O IPCA é o índice oficial do governo para a medição das metas inflacionárias.

O IPCA encerrou o ano de 2013 em 6,01% e as projeções do mercado para os anos de 2014 e 2015 são de 6,30% e 6,28% (FOCUS), respectivamente. No último relatório trimestral de inflação do BC, o IPCA em Junho/2014 ficou em 6,3%, o que ultrapassa a meta estabelecida pelo governo de 4,5%.

3.5 IGP-M – Índice Geral de Preços

O IGP-M é um índice de inflação calculado pela FGV e divulgado no final de cada mês. Num primeiro momento o índice foi criado para corrigir alguns títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e também depósitos bancários com renda pós-fixada acima de um ano. Logo depois, no entanto, passou a ser utilizado tanto para a correção de contratos de aluguel quanto como indexador de algumas tarifas de energia elétrica.

O IGP-M é composto por três sub-índices que têm sempre o mesmo peso na sua composição: o IPA (índice de preços por atacado), com peso de 60%, o IPC (índice de preços ao consumidor), com peso de 30%, e o INCC (índice nacional de custos da construção), com peso de 10%.

O período de coleta do índice é do dia 21 do mês anterior até o dia 21 do mês de referência.

O IGP-M em 2013 fechou com elevação de 5,51%, abaixo do índice de 2012, de 7,82% de aumento. As projeções para 2013 e 2014 são de 3,67% e 5,50%, respectivamente.

3.6 PIB

O PIB é a soma de todos os bens e serviços (finais) produzidos no país em determinado período de referência. No geral o PIB é medido em termos mensais ou anuais. Na contagem do PIB consideram-se apenas os bens finais e se exclui os bens intermediários (= insumos), evitando assim o problema da dupla contagem.

O PIB é o indicador mais usado para acompanhar a atividade econômica no país e, consequentemente, seu crescimento.

Podemos calcular o PIB nominal e o PIB real. O nominal é calculado com os preços correntes e o real com os preços constantes. Deste modo, o PIB real é o mais utilizado pois o valor resultante da conta se refere apenas às variações nas quantidades produzidas e não das alterações dos preços de mercado.

O PIB do Brasil no ano de 2013 foi de 2,3% e as projeções para 2014 e 2015 são de 0,36% e 1,08%, respectivamente.

3.7 Análise Setorial

A logística de cargas é fundamental para a economia de um país. O gerenciamento do fluxo de bens e serviços perpassa praticamente todas as atividades econômicas, influenciando a competitividade das empresas. Nas últimas duas décadas, a logística assumiu maior relevância, em função das pressões competitivas decorrentes da maior abertura comercial.

Como se pode ver na figura abaixo, há a necessidade do Brasil avançar na infraestrutura:

Indicadores de Transportes

Densidade (km/km2)		Pavimentado/Total (%)	
India	1,01	Russia	81
Estados Unidos	0,68	United States	65
China	0,36	India	47
Brasil	0,20	China	44
Canadá	0,15	Australia	41
Australia	0,11	Canadá	40
Russia	0,05	Brasil	12

Rodovia/Ferrovia (%)		Pavimentado (milhões km)	
India	25,36	Estados Unidos	4276
China	20,37	India	1572
Estados Unidos	18,31	China	1525
Canadá	11,59	Russia	755
Russia	8,47	Canadá	562
Australia	7,06	Australia	337
Brasil	6,7	Brasil	202

Fig.2 – Indicadores de transporte - Fonte: ABDER – Associação Brasileira dos Departamentos Estaduais de Estradas de Rodagem

Países de grandes dimensões tendem a concentrar sua matriz de transportes de cargas em modais de menor custo unitário, como o ferroviário e o hidroviário, este segundo a disponibilidade de rios navegáveis, um potencial competitivo brasileiro. O modal rodoviário é utilizado em curtas distâncias, nas quais sua operação é mais eficiente. China, Estados Unidos e Rússia seguem esse padrão. Entretanto, no Brasil, a matriz modal de transporte de cargas tem predominância do modal rodoviário, que é utilizado mesmo para grandes distâncias e volumes. A necessidade de adequação da matriz aos padrões internacionais é claramente expressa no Plano Nacional de Logística e Transportes (PNLT), lançado pelo governo federal, em abril de 2007. Na Figura 3,

encontra-se a configuração da matriz de transporte de cargas nacional projetada no PNLT, principal norteador das políticas públicas do setor de transporte nos últimos anos.

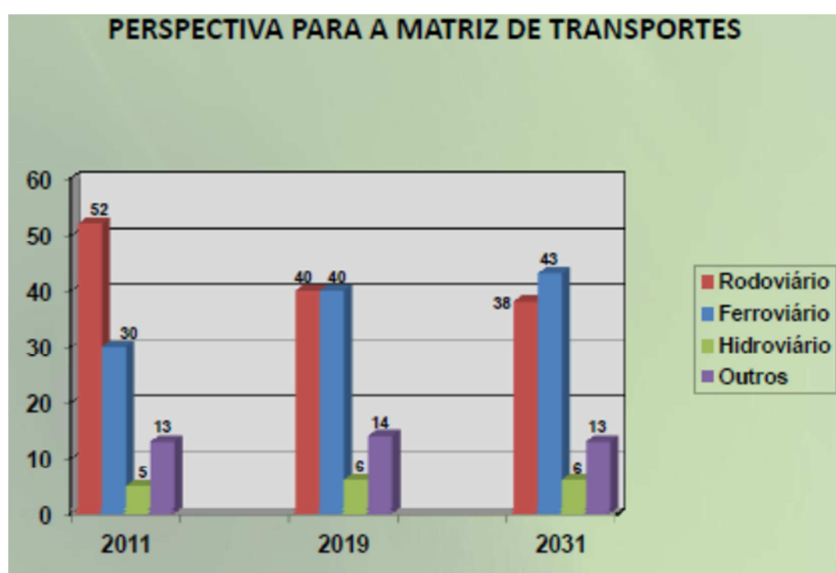


Figura 3 – Perspectivas para a matriz de transporte - Fonte:SPNT/MT – PNLT 2011 (revisão de metas)

3.8 Perspectivas gerais

Grandes programas de infraestrutura foram anunciados ao longo dos últimos dois anos. O valor dos investimentos envolvidos nesses programas será próximo de R\$ 470 bilhões nos próximos anos. A elevada participação dos modais ferroviário e portuário reflete o objetivo de rebalanceamento da matriz modal de transporte de cargas. O elevado montante de inversões no modal rodoviário, por sua vez, atende a necessidade de manutenção da extensa malha rodoviária. Os principais desafios na consecução dos

objetivos propostos são a capacidade de investimento e a qualidade da gestão dos ativos.

Investimentos em concessões planejadas	R\$ bilhões
Logística	242,0
Rodovias 	42,0
Ferrovias 	91,1
Portos 	54,6
Trem de Alta Velocidade (TAV) 	35,6
Aeroporto 	18,7*
Energia Elétrica 	148,1
Petróleo e Gás 	80,0
Total	470,1

Figura 4 – Investimentos em infraestrutura com base em Parcerias Estratégicas com o Setor Privado. Fonte: EPL, EPE e Ministério das Minas e Energia (MME). Elaboração: Ministério da Fazenda. *Incluídos os investimentos em aeroportos regionais.

O Governo Federal lançou, em 2012, o Programa de Investimentos em Logística - PIL, que inclui projetos para o desenvolvimento e aperfeiçoamento do sistema de transportes, de modo a torná-lo moderno e eficiente. Esses projetos serão conduzidos no formato de parcerias estratégicas com o setor privado, observando a orientação do Governo quanto à necessidade de promover a sinergia entre os modais rodoviário, ferroviário, hidroviário e aéreo.

No setor rodoviário, o programa prevê a concessão de sete mil quilômetros de rodovias. O investimento estimado é de R\$ 46 bilhões.

No setor ferroviário, o programa prevê investimentos de R\$ 99,6 bilhões em construção e/ou melhoramentos de 11 mil quilômetros de linhas férreas.

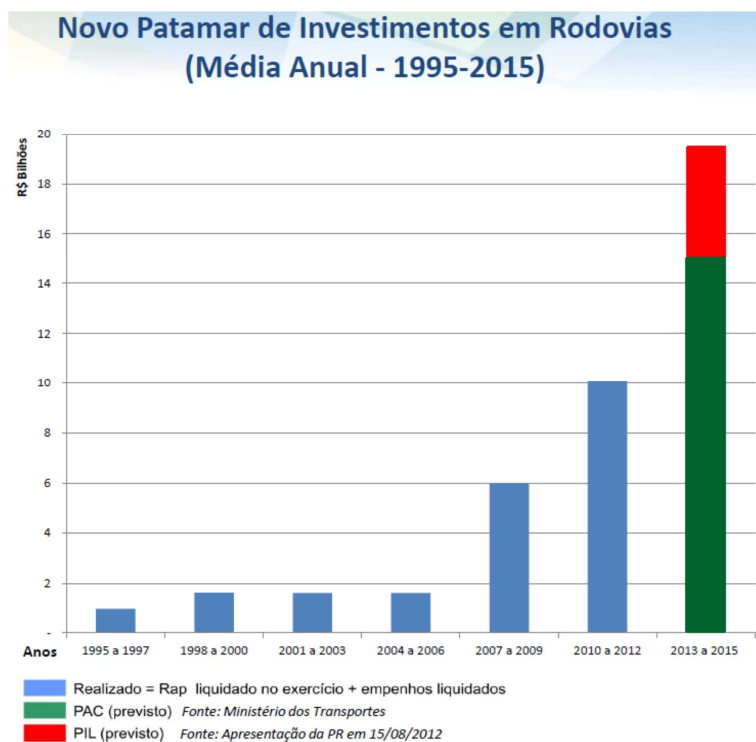


Figura 5 - Fonte:Apresentação do Ministério dos Transportes no Fórum de Infraestrutura. Jun/2013

3.9 Perspectivas CCR

O cenário brasileiro de inflação alta e de crescimento baixo acarreta num ambiente de incertezas políticas e adiamentos de decisões de investimentos, potencializado pelo processo eleitoral. Assim, havendo uma retração dos investimentos estrangeiros no Brasil.

Diante desse cenário, a CCR acredita numa redução na oferta de concorrências e licitações, principalmente na área de infraestrutura.

Para 2014, a CCR planeja investimentos de R\$ 4 bilhões em seus negócios atuais e na implantação de serviços nas novas aquisições. A motivação para o grande investimento vem da mudança na estrutura de negócio ocorrida em 2013 e das aquisições ocorridas

também nesse ano. O Metrô de Salvador e Lauro de Freitas, o Aeroporto de Confins, a ViaRio e o VLT do Rio de Janeiro e a rodovia BR-163 de Mato Grosso do Sul projetam receitas e investimentos significativos no futuro e em regiões e setores com atividades crescentes.

Em 2013, verificou-se um crescimento no tráfego nas rodovias administradas pela CCR de 5,5%, em média, correspondendo a mais de duas vezes o aumento do PIB. Esse crescimento significou um descolamento entre os dois índices, visto que o volume de tráfego costumava acompanhar o desempenho do PIB.

As rodovias permanecerão como core business, mas o Grupo CCR acredita que o setor deve demandar menos no futuro. Portanto, planeja diversificar seu portfólio.

Ainda sobre a CCR no setor, considerando a expectativa de melhora da rentabilidade da companhia no curto e médio prazo, em função do ramp-up de algumas de suas operações. Além disso, num cenário de elevação da inflação, o posicionamento em companhias mais defensivas como a CCR é justificado, dado que esta possui o reajuste das suas tarifas atrelado à inflação.

4. PREMISSAS

4.1 Receitas:

A principal fonte de receita da CCR é a cobrança de pedágio que podem ser afetadas por mudanças no volume de tráfego, aumento das tarifas dos pedágios e reações dos usuários ao aumento das tarifas. O tráfego de veículos pesados, responsável por 53,4%

em 2011, 56,0% em 2012 e 56,7% em 2013, também pode ser afetado por mudanças na economia.

Nos comparativos trimestrais, a receita líquida total do 2T14 cresceu 5,7% em relação ao 2T13 e a receita de pedágios teve 4,5% de crescimento em relação ao mesmo período.

A média de crescimento da receita entre 2010 e 2013 foi de 9,15% e conforme informado pela CCR em suas demonstrações financeiras, o crescimento da receita está atrelado ao crescimento do PIB.

Considerando essas informações, utilizamos o crescimento do PIB previsto e a metade da média de crescimento de receitas de 2010 a 2013 para projeção das receitas (4,58%):

Tabela 6 – Média do crescimento da receita

MÉDIA DO CRESCIMENTO DA RECEITA			
2010 x 2011	2011 x 2012	2012 x 2013	Média
10,24%	-0,21%	17,43%	9,15%

Tabela 7 – Projeção para o PIB

PIB					
2014	2015	2016	2017	2018	2019
0,36%	1,08%	2,32%	2,76%	2,89%	2,89%

Tabela 8 – Projeção de crescimento da receita

RECEITA					
2014	2015	2016	2017	2018	2019
6.314	6.671	7.131	7.980	8.942	10.019

4.2 Margens:

Para a margem, utilizamos a taxa média do EBIT da CCR, que ficou em 43,5% para o período de 2008 a 2013.

4.3 Impostos:

Utilizamos a alíquota média de impostos que no período de 2008 a 2012, obteve uma média de 34,9%.

4.4 Capex:

A CCR prevê investimentos para 2014 no valor de R\$ 4 bilhões. Para o cálculo do Capex, utilizamos a média dos valores históricos e do valor previsto para 2014, encontrando o valor de R\$ 1,34 bilhões de Capex para os anos de 2015 a 2019 .

4.5 Depreciação:

Utilizamos a depreciação média da CCR para o período de 2008 a 2013 que foi de 5,7% anual.

4.6 WACC:

Taxa Rf = 3,23% aa (T-BOND 30 anos)

Beta = 0,77

Risco País = 2,26% (EMBI Brasil –

<http://200.189.102.61/SIEE/dashboard/CountryRisk>)

Prêmio de Risco do Mercado (EUA) = 6,3% (www.damodaran.com)

5. AVALIAÇÃO DA EMPRESA

Após aplicarmos o Método do Fluxo de Caixa de Descontado, chegamos a um valor justo para as ações de R\$ 19,26 com um upside de 1,3% em relação à cotação da ação no mercado que estava R\$ 19,00 em 11/09/2014.

Considerando a expectativa média do mercado que é de R\$ 20,1 para a ação em 2014, possuímos um downside de 4,3%, mostrando que o nosso modelo está um pouco menos otimista do que o mercado. Na tabela 23 mostramos as perspectivas de mercado com as recomendações e preço alvo para a ação da CCR.

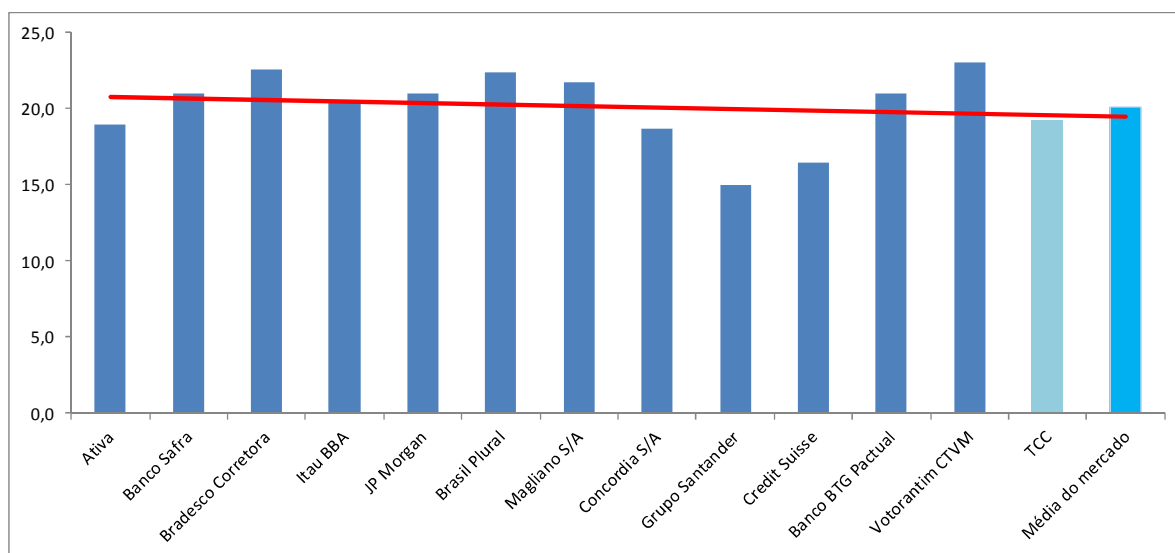


Figura 6 – Comparativo com análises de mercado

6. CONCLUSÃO

O Grupo CCR é uma das maiores empresas de concessão de infraestrutura do mundo, com atuação nos segmentos de concessão de rodovias, mobilidade urbana e serviços, com valor de mercado superior a R\$ 20 bilhões. Estas atividades garantem à CCR um

fluxo de caixa previsível, com uma segurança jurídica dos contratos de concessão que já foi bastante testada.

O índice de atividade da Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias (ABCR) do primeiro trimestre/2014 indica que o tráfego pedagiado nas rodovias brasileiras continua crescendo forte. No 1T14, o índice total teve expansão de 4,9%, comparado ao mesmo período de 2013, com destaque para o crescimento de 5,8% nos veículos leves.

Por isso, a CCRO3 é considerada uma ação capaz de trazer bons retornos aos seus acionistas e possui perspectivas positivas para seus resultados nos próximos anos.

Aos aplicarmos o método do fluxo de caixa descontado para projetarmos um possível valor justo para a CCR, o valor encontrado foi de R\$ 19,26, valor próximo à expectativa média do mercado de R\$ 20,1.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

Banco Central do Brasil (BACEN). Relatório de Estabilidade Financeira. Set 2014. Disponível em: < www.bacen.gov.br>.

CCR. Disponível em < www.ccr.com.br >. Acesso em 09 de setembro de 2014.

DAMODARAN, Aswath. Disponível em <www.damodaran.com>. Acesso em 11 de setembro de 2014.

EPL – Empresa de Planejamento e Logística. Disponível em <www.logisticabrasil.gov.br>. Acesso em 23 de setembro de 2014.

Ministério dos Transportes. Disponível em < www.transportes.gov.br>. Acesso em 20 de setembro de 2014.

OECD – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. Disponível em <www.oecd.org>. Acesso em 23 de setembro de 2014.

Terminal Bloomberg